

**Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse im Rahmen der
Konsultation 13/2021 –
Entwurf einer BaFin-Richtlinie für nachhaltige Investmentvermögen**

Konsultation 13/2021; WA 41-Wp 2100-2019/0002

Frankfurt am Main, 6. September 2021

Einleitende Bemerkungen

Die Gruppe Deutsche Börse (GDB) bedankt sich bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) für die Möglichkeit der Stellungnahme zum Entwurf einer BaFin-Richtlinie für nachhaltige Investmentvermögen.

Die Zielsetzungen des Entwurfs, sogenanntes *Greenwashing* zu verhindern sowie die Transparenz und Vergleichbarkeit von als nachhaltig klassifizierten Investmentvermögen zu verbessern, begrüßen wir ausdrücklich. Es sollte jedoch beachtet werden, dass bereits auf europäischer Ebene durch die Taxonomie-Verordnung, die Offenlegungsverordnung (SFDR) und mit den Änderungen in Delegierten Rechtsakten zur MiFID II detaillierte Regelungen zu Nachhaltigkeitsanforderungen eingeführt wurden. An der inhaltlichen Präzisierung und Abstimmung dieser Regelwerke untereinander sowie ihren Verknüpfungen mit anderen Vorschriften, wie beispielsweise der Referenzwerte-Verordnung (BMR), wird aktuell noch gearbeitet. Darüber hinaus hat die Europäische Kommission die Anforderungen an die Produktkategorien der SFDR zuletzt konkretisiert und im Rahmen ihrer neuen „Strategie zur Finanzierung einer nachhaltigen Wirtschaft“ Mindestkriterien für Finanzprodukte nach Artikel 8 SFDR vorgeschlagen.

Auf nationaler Ebene arbeitet die deutsche Finanzwirtschaft über ihre Verbände – die Deutsche Kreditwirtschaft (DK), der Bundesverband Investment und Asset Management (BVI) und der Deutsche Derivate Verband (DDV) – an der Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in das sogenannte Zielmarktkonzept, u.a. um die Vorgaben aus den Delegierten Rechtsakten zur MiFID II vom 21. April 2021 umzusetzen. Gepaart mit dem im Rahmen der deutschen Sustainable Finance-Strategie angekündigten Klassifikationssystem für nachhaltige Anlageprodukte, an welchem aktuell ebenfalls gearbeitet wird, gibt es somit weitere Rahmenwerke, die hinsichtlich einer Zielsetzung für mehr Transparenz und Verlässlichkeit für den Endinvestor bei nachhaltigen Investmentvermögen berücksichtigt werden sollten.

Vor dem Hintergrund dieser vielfältigen Verknüpfungen und Interdependenzen freut sich die GDB im Rahmen des Konsultationsprozesses ihre Kernanliegen vorbringen zu dürfen. Eine zusätzliche Komplexität von regulatorischen Anforderungen im Bereich Sustainable Finance sollte vermieden werden und mögliche nationale Bestimmungen im Einklang mit europäischen Regelungen stehen. Dies gilt insbesondere für unsere Bedenken hinsichtlich etwaiger vordefinierter Mindestausschlüsse bei der Nutzung eines nachhaltigen Index.

Auswirkungen auf den Sustainable Finance-Standort Deutschland

Der Richtlinienentwurf enthält Vorgaben an die Ausgestaltung von Anlagebedingungen inländischer Publikumsinvestmentvermögen, die im Namen einen Nachhaltigkeitsbezug aufweisen oder als explizit nachhaltig vertrieben werden. Er würde somit nur für in Deutschland aufgelegte Publikumsfonds zusätzliche Anforderungen einführen. Für andere Produkte und im Ausland domizilierte Fonds würde sie nicht gelten. Diesbezügliche nationale Sonderregelungen würden jedoch der übergeordneten Zielsetzung einer verbesserten Vergleichbarkeit von nachhaltigen Investmentvermögens innerhalb eines harmonisierten europäischen Kapitalmarkts widersprechen und sie konterkarieren. Weder der Anlegerin und dem Anleger noch den deutschen Finanzmarktteilnehmern ist damit im Sinne gleicher Transparenz- und Wettbewerbsbedingungen geholfen. Auch das Angebot an nachhaltigen Fonds könnte darunter leiden. Die Folge könnte die Schwächung des Sustainable Finance-Standorts Deutschland bedeuten, da die Mobilisierung und Domizierung von nachhaltigen Investmentvermögen vermutlich verstärkt in anderen europäischen Ländern stattfinden würde und eine weitere Marktfragmentierung nach sich ziehen würde. Es ist nicht nachvollziehbar, wenn nur in Deutschland domizilierte Fonds, die zwar den europäischen Nachhaltigkeitsanforderungen nach MiFID II bzw. der SFDR entsprechen, aber nicht die zusätzlichen Kriterien der Richtlinie erfüllen, sich nicht als nachhaltig bezeichnen dürften.

Dies gilt insbesondere, wenn die Erweiterung des Zielmarktkonzepts um Nachhaltigkeitsaspekte auf künftigen Produktausprägungen der MiFID II sowie der SFDR aufbaut und sie um weitere materielle Anforderungen, um eine Mindestqualität der nachhaltigen Produkte sicherzustellen, ergänzt. Nationale und kulturelle

Nachhaltigkeitspräferenzen können somit effektiv und flexibel berücksichtigt werden und müssen nicht seitens der BaFin definiert werden.

Darüber hinaus hat sich die Bundesregierung mit ihrer nationalen Sustainable Finance-Strategie nicht nur die Zielsetzung gegeben, ein führender Sustainable Finance-Standort zu werden, sondern auch die Erarbeitung eines Klassifikationssystems für nachhaltige Anlageprodukte angekündigt. Diese sogenannte Nachhaltigkeitsampel soll der nationalen und europäischen Diskussion rund um ein nachhaltiges Finanzwesen wichtige Impulse geben, eine Vorreiterrolle spielen und gleichzeitig Konsistenz mit der europäischen Ebene gewährleisten. Die vorliegende BaFin-Richtlinie sollte also drauf abgestimmt sein.

Kernanliegen der GDB: Auf nationale Alleingänge, sofern sie nicht zur Stärkung des Sustainable Finance-Standorts Deutschland führen und nicht im Einklang mit europäischer Regulierung stehen, sollte verzichtet werden. Eine konzeptionelle Zusammenführung der verschiedenen Arbeitsstränge auf nationaler Ebene und eine Abstimmung mit dem europäischen Regelwerken hingegen könnte sowohl für den Standort förderlich sein als auch die Diskussion rund um Mindestkriterien auf europäischer Ebene positiv beeinflussen.

Mangelnde Kohärenz mit europäischen Vorgaben

Die geplante BaFin-Richtlinie weicht inhaltlich von europäischen Vorgaben nach der MiFID II und SFDR ab und verstärkt somit die bereits bestehende Komplexität bei nachhaltigen Finanzinstrumenten und -produkten.

Die heterogenen Vorgaben, u.a. nach der MiFID II Durchführungsverordnung vom 21. April 2021, nach Artikel 8 und 9 SFDR sowie mit Blick auf indexbasierte Finanzprodukte nach den in der BMR enthaltenen Vorgaben zu nachhaltigkeitsbezogenen Offenlegungen für Referenzwerte sowie den beiden offiziellen EU-Klimareferenzwerten (EU Climate Transition Benchmark, EU CTB, und EU Paris-aligned Benchmark, EU PAB) und ihren Verknüpfungen mit der Taxonomie-Verordnung, stellen Finanzmarktteilnehmer bereits vor Herausforderungen. Hinzu kommt, dass Bestimmungen durch Level II- und III-Maßnahmen teilweise noch ausstehen. Auch sollte berücksichtigt werden, dass das Anlageuniversum durch aktuell noch nicht vorhandene Durchführungsverordnungen und technische Prüfkriterien der Taxonomie-Verordnung sowie noch bestehender Datenlücken eingeschränkt sein könnte. Hinzu kommen die durch die EU-Kommission angekündigten Mindestkriterien für Artikel 8 SFDR und gezielte Offenlegungsanforderungen im Rahmen der Prospektverordnung. Eine darüberhinausgehende Abweichung der BaFin-Richtlinie verschärft das Problem mangelnder inhaltlicher Kohärenz weiter.

Kernanliegen der GDB: Jegliche Vorgaben seitens der BaFin sollten mit europäischen Regelungen inhaltlich und zeitlich abgestimmt sein. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund noch ausstehender Präzisierungen und wechselseitiger Anpassungen dieser Vorgaben.

Vorgegebene Mindestquote für nachhaltige Vermögensgegenstände oder im Rahmen einer nachhaltigen Anlagestrategie (Option 1 und 2)

Laut Richtlinienentwurf muss das nachhaltige Investmentvermögen zu mindestens 75 Prozent in nachhaltige Vermögensgegenstände investiert sein. Zur Bestimmung dessen, was „nachhaltige Vermögensgegenstände“ sind, ist Artikel 2 SFDR heranzuziehen. Diese Vermögensgegenstände müssen ferner wesentlich dazu beitragen, Umwelt- oder soziale Ziele im Sinne von Artikel 2 SFDR bzw. der Umweltziele des Artikel 9 der Taxonomie-Verordnung zu erreichen, dürfen nicht zu einer erheblichen Beeinträchtigung dieser beitragen („do not significant harm“-Prüfung, DNSH-Prüfung) und müssen Governance-Aspekte nach Artikel 2 SFDR berücksichtigen. Hinzu kommen bestimmte, standardisierte Mindestausschlüsse und Höchstgrenzen.

Bereits über die Transparenzvorgaben für Artikel 8 und 9-Produkte nach SFDR sowie entsprechender Level II-Bestimmungen werden jedoch umfassende produktbezogene Aussagen zur Nachhaltigkeit getroffen, die für die

Bestimmung von Nachhaltigkeitskriterien in den Anlagebedingungen maßgeblich sein sollten. Die Mindestinvestitionsvorgabe von 75 Prozent für nachhaltige Vermögensgegenstände steht zudem in Widerspruch zu den künftigen Regelungen nach der MiFID II für die Beratung von Kundinnen und Kunden, die individuelle Nachhaltigkeitspräferenzen haben. Zusätzliche nationale Vorgaben würden die freie Entscheidung der Anlegerin und des Anlegers, welches Finanzprodukt zu seinen Nachhaltigkeitspräferenzen passt, weiter einschränken.

Die Erreichung der EU- sowie der globalen Nachhaltigkeitsziele erfordert beispiellose Anstrengungen zur Eindämmung des Klimawandels und zur Anpassung an den Klimawandel, zur Wiederherstellung von Naturkapital und zur Stärkung der Resilienz und des weiter gefassten Sozialkapitals als Teil einer nachhaltigen Erholung von der COVID-19-Krise. Die Übergangspfade von Wirtschaftsakteuren werden unterschiedlich aussehen, mit unterschiedlichen Ausgangspunkten und unterschiedlichen Geschäftsstrategien. Insbesondere bei thematischen, d.h. in der Regel sektorspezifischen, oder geografisch breit gestreuten Investmentfonds, welche eine maßgebliche Rolle bei der Finanzierung der Transformation spielen, ist eine starre Mindestquote eine Herausforderung. In der Praxis wäre sie mangels ausreichend geeigneter Anlagen oft nicht umsetzbar. Dennoch braucht es ausreichendes Transformationskapital und dieses wird insbesondere über eine nachhaltigkeitsbezogene Betitlung und/oder Bewerbung von Finanzprodukten beim Endinvestor eingeworben.

Auch die Absicherungs- und Liquiditätsanlage von Fonds, welche nach den Level II-Vorgaben für Artikel 8 und 9 SFDR gesondert ausgewiesen werden müssen, stellen diesbezüglich eine Herausforderung dar. Aufgrund der hohen und starren Mindestquote besteht zudem wie bereits erwähnt die Gefahr, dass nachhaltige Fonds im europäischen Ausland aufgelegt werden und der Sustainable Finance-Standort Deutschland Schaden nimmt.

Kernanliegen der GDB: Auf die Vorgabe einer starren Mindestquote sollte verzichtet werden. Transparenz- und damit Mindestanforderungen sowie DNSH-Prüfungen existieren bereits. Darüber hinaus braucht es eine gewisse Flexibilität sowohl mit Blick auf individuelle Nachhaltigkeitspräferenzen des Endinvestors als auch aufgrund praxisbezogener Unterschiede bei nachhaltigen Fonds, ihres Anlageuniversums sowie ihres Managements. Ein Mindestmaß an Nachhaltigkeitsleistung muss gewährleistet sein, Anreize für Übergangsbemühungen dürfen jedoch nicht untergraben werden.

Vordefinierte Mindestausschlüsse, insbesondere mit Blick auf die Nachbildung eines nachhaltigen Index (Option 3)

Gemäß dem Entwurf der BaFin-Richtlinie sind, sofern laut den Anlagebedingungen ein nachhaltiger Index im Rahmen einer passiven Anlagestrategie nachgebildet wird, nähere Ausführungen zum Nachhaltigkeitscharakter dieses Index erforderlich. Weiterhin ist über Höchstgrenzen sicherzustellen, dass bestimmte Umwelt- und Sozialziele nicht erheblich beeinträchtigt sowie bestimmte Governance-Aspekte berücksichtigt werden. Nicht eindeutig ist nach unserem Verständnis, ob die in Option 1 definierten Mindestausschlüsse auch bei der Nachbildung eines nachhaltigen Index gelten. Die Systematik des BaFin-Richtlinienentwurfs legt dies jedoch nahe.

Viele der bereits im vorangegangenen Abschnitt angeführten Argumente hinsichtlich der besseren Anerkennung von Investitionen in Zwischenschritte auf dem Weg zu mehr Nachhaltigkeit sind daher auch bei der Nachbildung eines nachhaltigen Index und dafür vorgegebener Mindestausschlüsse gültig. Thematische, d.h. in der Regel sektorspezifische, oder geografisch breit gestreute ETFs würden im Hinblick auf ihre Nutzung als Instrument zur Verfolgung einer nachhaltigen Investment- und Transformationsstrategie deutlich eingeschränkt, sobald Mindestausschlüsse strikt vordefiniert werden.

Detaillierte Festlegungen solcher Ausschlüsse in den Anlagebedingungen behindern die Weiterentwicklung und den Innovationsspielraum der nachhaltigen, indexgebundenen Investmentansätze und damit auch die finanzielle Förderung des Transformationsprozesses. Hierbei muss es primär um die Frage gehen, inwieweit sich die Unternehmen auf einem mit den Nachhaltigkeitszielen kompatiblen Entwicklungspfad befinden. Eine Absicherung gegen erhebliche negative Beeinträchtigung von Umwelt- und Sozialzielen ist bereits über die DNSH-Prüfung nach

Artikel 2 SFDR und Artikel 9 der Taxonomie-Verordnung sichergestellt, wobei der Richtlinienentwurf auch hier hinsichtlich der Definition einer nachhaltigen Anlagestrategie abweicht. Nach der SFDR ist die DNSH-Prüfung lediglich bei Artikel 9-Produkten anzuwenden.

Da der Umfang der erforderlichen Investitionen in eine nachhaltige Transformation der Wirtschaft weit über die Kapazitäten des öffentlichen Sektors hinausgeht, wird darauf abgezielt, private Finanzströme in relevante Wirtschaftstätigkeiten zu lenken. Das private Interesse an nachhaltigen Investitionen hat in den letzten Jahren erheblich zugenommen, doch neben dem Schutz vor sogenanntem *Greenwashing* benötigt der Endinvestor auch eine verbesserte Orientierungsmöglichkeit. Diese Orientierungsmöglichkeit wird – neben Vorhaben wie der bereits erwähnten Nachhaltigkeitsampel – auch durch nachhaltige Schwesterindizes bereits etablierter und breit bekannter Referenzwerte wie den DAX- oder STOXX-Indizes ermöglicht. Diese ermöglichen Vergleichbarkeit und eine transparente Darstellung von Nachhaltigkeitsperformance und gleichzeitig eine Integration von langfristigen Zielsetzungen und eine Befriedigung entsprechender Finanzierungsbedarfe. Dies schließt Mindestausschlüsse oder Grenzwerte jedoch nicht aus – im Gegenteil. So berücksichtigt beispielsweise der EURO STOXX 50 ESG Target Mindestkriterien rund um den UN Global Compact, Kraftwerkskohle, Ölsande oder kontroverse Rüstungsgüter. Zudem wird der ESG-Score des EURO STOXX 50 Index maximiert und gleichzeitig seine Kohlenstoffintensität um mindestens 30% reduziert. Die Anwendung der im Entwurf der BaFin-Richtlinie festgelegten Mindestausschlüsse würde in diesem Fall eine bis zu 10-prozentige Abweichung vom ursprünglichen Anlageuniversum bedeuten. Nachhaltige Schwesterindizes würden somit durch strikt vordefinierte Mindestausschlüsse und mit Blick auf das zugrundeliegende Anlageuniversum teilweise unmöglich oder stark verzerrt, womit dieses Hilfsmittel zur Mobilisierung von privatem Kapital in die Transformation über Beschränkungen bei der Namensgebung oder dem Vertrieb deutlich geschwächt wäre.

Mehr noch: Die vordefinierten Mindestausschlüsse sind inhaltlich nicht abgestimmt mit der Referenzwerte-Verordnung und den EU CTB sowie EU PAB. So wird beispielsweise für den EU PAB ein Ausschluss von Unternehmen, welche mehr als 50 Prozent ihres Umsatzes aus der Energiegewinnung mit einer Treibhausgasintensität von mehr als 100 g CO₂ e/kWh gewinnen, festgelegt. Der BaFin-Richtlinienentwurf bezieht sich hingegen die auf „Energiegewinnung oder den sonstigen Einsatz von fossilen Brennstoffen (exklusive Gas) oder Atomstrom“ und legt einen Grenzwert von 10 Prozent fest. Aus Sicht eines Indexanbieters wird es somit immer komplexer und teilweise unmöglich alle regulatorischen Anforderungen zu erfüllen und dem Markt und letztlich dem Endinvestor entsprechende Produkte zur Verfügung zu stellen.

Zudem sollte bei Mindestausschlüssen politischen Entscheidungen nicht vorgegriffen werden. Über die inhaltliche Bindung an die Taxonomie-Verordnung und ihrer technischer Prüfkriterien sowie deren kontinuierlicher Weiterentwicklung werden wissenschaftsbasierte Grenzwerte berücksichtigt und erhebliche negative Auswirkungen verhindert. Nationale und kulturelle Nachhaltigkeitspräferenzen können über individuelle Mindestausschlüsse (MiFID II) oder das Verbändekonzept effektiv und flexibel berücksichtigt werden und müssen nicht seitens der BaFin definiert werden.

Kernanliegen der GDB: Bei der Nachbildung eines nachhaltigen Index sollte auf vordefinierte Mindestausschlüsse verzichtet werden. Die methodische Weiterentwicklung, insbesondere von thematischen indexgebunden Finanzprodukten oder von nachhaltigen Schwesterindizes klassischer Referenzwerte sowie die Innovationsfähigkeit würden durch eine zu präskriptive Ausgestaltung leiden, was zu einer Erschwerung breit gestreuter Investitionen in nachhaltige Transformationsprozesse führen würde.

Inkrafttreten und Bestandsschutz

Die GDB begrüßt den Bestandsschutz für bereits genehmigte nachhaltige Investmentvermögen. Die Anwendung der Richtlinie bereits nach Veröffentlichung der Konsultationsfassung sehen wir jedoch als kritisch an. Dies gilt insbesondere aufgrund der inhaltlichen Abweichung von europäischen Regelungen.

Kernanliegen der GDB: Zusätzliche Bestimmungen für nachhaltiges Investmentvermögen sollten erst nach einer Finalisierung von Vorschriften und einer angemessenen Implementationsphase rechtsgültig werden. Gegebenenfalls sollte eine Überprüfungs Klausel eingearbeitet und berücksichtigt werden. Dies gilt insbesondere mit Blick auf die fortschreitende Konkretisierung auf europäischer Ebene.

Wir hoffen, dass unsere Anmerkungen hilfreich sind und stehen für Erläuterungen und weiterführende Diskussionen sehr gerne zur Verfügung.